

2023年01月31日

2022年度业绩预告点评：产业迅速降价 2022Q4硅片承压，2023Q1有望修复，硅料 电池一体化静待收获

买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,915 | 24,611 | 27,161 | 33,262 |
| 同比 | 263% | 125% | 10% | 22% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,711 | 3,116 | 4,529 | 5,457 |
| 同比 | 222% | 82% | 45% | 20% |
| 每股收益-最新股本摊薄(元/股) | 4.17 | 7.58 | 11.02 | 13.28 |
| P/E(现价&最新股本摊薄) | 27.24 | 14.96 | 10.29 | 8.54 |

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **事件：**公司发布2022年业绩预告，公司预计归母净利润30-33亿元，同增75%-93%，扣非归母净利润24.7-27.7亿元，同增72%-93%。2022Q4归母净利润1.69-4.69亿元，同减44.76%-同增53.24%，环减86.53%至62.62%，扣非归母净利润0.43-3.43亿元，同减57.34%-同增237.37%，环减96.07%至68.89%。受产业迅速降价+存货减值+徐州火灾资产减值+硅料投资收益亏损影响，业绩不及预期。
- **产业迅速降价硅片量利承压、2023Q1有望边际修复。**我们预计公司2022年硅片出货约30GW，同增约72%，其中2022Q4出货约7GW，同增约46%。2022年12月起产业价格迅速下行，公司大幅减产影响2022Q4出货约2GW；我们测算2022Q4单瓦净利约5分左右，2022Q4硅料迅速降至15万以下，公司计提存货减值+徐州工厂火灾计提资产减值，整体盈利承压。展望2023Q1，组件降价后下游需求迅速启动，推动行业排产提升，我们预计公司硅片出货将环比提升；2023年1月硅片龙头上调报价后，二线厂商亦跟随上涨，产业链价格企稳，我们预计硅片盈利修复至5分以上，公司量利有望环比修复。2023年公司硅片产能将一步扩张，随硅料供应充足+石英坩埚保供，我们预计2023年出货50-60GW，同增67%-100%！
- **一体化布局如期进行、2023年贡献业绩增量。**公司参股合作协鑫包头颗粒硅项目，2022年12月顺利投产，我们预计2023年权益产量2万吨。同时自建15万吨工业硅及10万吨多晶硅保障硅料供应，一期8+5万吨。我们预计2023Q2投产，2023全年硅料产量4万吨，竞争优势进一步增强。电池方面，公司布局徐州24GW TOPCon电池基地，一期14GW。我们预计2023Q2投产，2023全年出货预计10GW，享N型电池超额收益，进一步贡献业绩增量！
- **盈利预测与投资评级：**基于硅片竞争加剧，我们下调盈利预测，我们预计2022-2024年净利润31/45/55亿元(前值36/62/68亿元)，同比+82%/+45%/+20%，我们给予2023年15xPE，对应目标价165元，基于2023年一体化将带来新业绩增长点，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

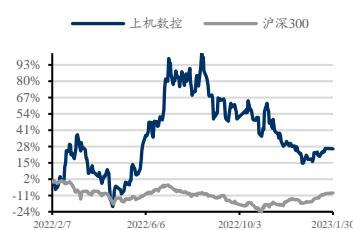
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058

guoyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元) | 113.46 |
| 一年最低/最高价 | 101.60/189.78 |
| 市净率(倍) | 4.36 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 46,298.51 |
| 总市值(百万元) | 46,615.10 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 26.01 |
| 资产负债率(% ,LF) | 51.11 |
| 总股本(百万股) | 410.85 |
| 流通 A 股(百万股) | 408.06 |

相关研究

《上机数控(603185): 2022年三季报点评：22Q3 硅片盈利环增超预期，硅片新贵一体化扩张!》

2022-10-10

《上机数控(603185): 硅片新贵，一体化布局成本领先》

2022-10-08

上机数控三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 流动资产 | 8,530 | 20,174 | 25,638 | | 营业收入 | 10,915 | 24,611 | 27,161 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 3,835 | 7,784 | 13,316 | 19,133 | 营业成本(含金融类) | 8,760 | 19,656 | 20,969 | 25,750 |
| 经营性应收款项 | 2,054 | 6,187 | 5,897 | 7,760 | 税金及附加 | 29 | 57 | 62 | 77 |
| 存货 | 2,444 | 5,924 | 6,084 | 7,616 | 销售费用 | 7 | 49 | 109 | 83 |
| 合同资产 | 4 | 61 | 39 | 65 | 管理费用 | 78 | 308 | 353 | 366 |
| 其他流动资产 | 193 | 219 | 302 | 327 | 研发费用 | 387 | 1,231 | 1,304 | 1,497 |
| 非流动资产 | 5,960 | 6,115 | 6,200 | 6,321 | 财务费用 | 16 | 10 | 24 | 54 |
| 长期股权投资 | 123 | 133 | 153 | 183 | 加:其他收益 | 56 | 62 | 136 | 233 |
| 固定资产及使用权资产 | 4,148 | 4,307 | 4,434 | 4,539 | 投资净收益 | 46 | 84 | 610 | 464 |
| 在建工程 | 578 | 527 | 496 | 478 | 公允价值变动 | 225 | 115 | 86 | 100 |
| 无形资产 | 221 | 221 | 221 | 221 | 减值损失 | -18 | -15 | -18 | -24 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 4 | 39 | 5 | 8 | 营业利润 | 1,947 | 3,546 | 5,153 | 6,209 |
| 其他非流动资产 | 886 | 888 | 890 | 892 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 14,491 | 26,289 | 31,837 | 41,222 | 利润总额 | 1,947 | 3,546 | 5,153 | 6,209 |
| 流动负债 | 6,710 | 15,192 | 16,011 | 19,739 | 减:所得税 | 236 | 430 | 625 | 753 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 113 | 113 | 113 | 113 | 净利润 | 1,711 | 3,116 | 4,529 | 5,457 |
| 经营性应付款项 | 5,651 | 12,325 | 13,338 | 16,263 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 700 | 1,977 | 1,892 | 2,457 | 归属母公司净利润 | 1,711 | 3,116 | 4,529 | 5,457 |
| 其他流动负债 | 246 | 776 | 668 | 906 | | | | | |
| 非流动负债 | 340 | 540 | 740 | 940 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 4.17 | 7.58 | 11.02 | 13.28 |
| 长期借款 | 190 | 390 | 590 | 790 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT | 1,692 | 3,311 | 4,364 | 5,489 |
| 租赁负债 | 15 | 15 | 15 | 15 | EBITDA | 1,938 | 3,439 | 4,571 | 5,695 |
| 其他非流动负债 | 135 | 135 | 135 | 135 | | | | | |
| 负债合计 | 7,050 | 15,732 | 16,752 | 20,680 | 毛利率(%) | 19.75 | 20.13 | 22.80 | 22.58 |
| 归属母公司股东权益 | 7,441 | 10,557 | 15,086 | 20,542 | 归母净利率(%) | 15.68 | 12.66 | 16.67 | 16.40 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 7,441 | 10,557 | 15,086 | 20,542 | 收入增长率(%) | 262.51 | 125.47 | 10.36 | 22.46 |
| 负债和股东权益 | 14,491 | 26,289 | 31,837 | 41,222 | 归母净利润增长率(%) | 222.10 | 82.08 | 45.32 | 20.49 |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|-------|-------|-------|----------------|----------|-------|-------|-------|
| | 经营活动现金流 | 916 | 3,908 | 5,003 | | 每股净资产(元) | 27.04 | 38.36 | 54.81 |
| 投资活动现金流 | -3,153 | -288 | 230 | 59 | 最新发行在外股份(百万股) | 411 | 411 | 411 | 411 |
| 筹资活动现金流 | 2,990 | 184 | 189 | 167 | ROIC(%) | 27.66 | 30.90 | 28.54 | 25.89 |
| 现金净增加额 | 754 | 3,804 | 5,422 | 5,707 | ROE-摊薄(%) | 23.00 | 29.52 | 30.02 | 26.56 |
| 折旧和摊销 | 247 | 128 | 207 | 205 | 资产负债率(%) | 45.69 | 48.65 | 59.84 | 52.62 |
| 资本开支 | -849 | -300 | -300 | -300 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 27.24 | 14.96 | 10.29 | 8.54 |
| 营运资本变动 | -852 | 273 | 1,068 | 53 | P/B(现价) | 4.20 | 2.96 | 2.07 | 1.52 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>